

# **ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, RATING SUKUK, DAN RISIKO SUKUK TERHADAP HARGA SUKUK**

**(Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang  
Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2010-2014)**



## **SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk Menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**Adeliona Retno Hapsari**

**12010112130308**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG**

**2016**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Adeliona Retno Hapsari  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010112130308  
Fakultas/ Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen  
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK,  
RATING SUKUK, DAN RISIKO SUKUK  
TERHADAP HARGA SUKUK  
(Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-  
bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia  
Periode tahun 2010-2014)**  
  
Dosen Pembimbing : Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.

Semarang, 15 Maret 2016

Dosen Pembimbing,

(Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E.)

NIP. 197202182000031001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Penyusun : Adeliona Retno Hapsari  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010112130308  
Fakultas/ Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen  
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK,  
RATING SUKUK, DAN RISIKO SUKUK  
TERHADAP HARGA SUKUK  
(Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-  
bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia  
Periode tahun 2010-2014)**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 24 Maret 2016**

Tim Penguji

1. Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E. (.....)
2. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M. (.....)
3. Drs.H. Mohammad Kholiq Mahfud, MSi. (.....)

## **PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI**

Yang bertanda tangan di bawah ini saya Adeliona Retno Hapsari menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **“ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, RATING SUKUK, DAN RISIKO SUKUK TERHADAP HARGA SUKUK (Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2010-2014)”** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 15 Maret 2016

Yang membuat pernyataan,

(Adeliona Retno Hapsari)

12010112130308

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

*“Lilladziina ahsanul husnaa wa ziyaadah...” – (QS. Yunus: 26)*

*“If you want to live a happy life, tie it to a goal. Not to people or things.” – Albert Einstein*

*“ If Allah wisely shuts a door from you, he will mercifully open another one for you. Stay strong. Have faith ” – Unknown*

*“Nothing worthwhile comes easily.” –Unknown*

*“All our dreams can come true, if we have the courage to pursue them.” – Walt Disney*

*“Three sentences for getting success: know more than others, work more than others and expect less than other” – William Shakesphere*

Skripsi ini saya persembahkan kepada:  
Orang tua, kakak dan adik, sahabat, serta orang-orang di sekitar saya yang selalu

memberikan doa setulus hati untuk saya.

## ABSTRAK

*Sukuk has become popular topic of study among investors and researchers from 2009. This sukuk issuance will be used by companies as a source of corporate financing. The company's decision to issue bonds usually strongly influenced by the market price. The problem in this research is the study of bond and sukuk that have been done before lead to different conclusions concerning the effect of the variables investigated for bond prices and yields that can be used to measure the price changes.*

*This study aimed to examine the effect of the value of sukuk, sukuk rating, and the risk of sukuk to the company that issued sukuk in the period 2010-2014. Variable value of sukuk proxied by the sukuk to equity ratio, variable rating converted into categorical ordinal and variable risk of sukuk proxied by value at risk where the method used is the variance-covariance. Data obtained sample are 17 companies. The analytical method used in this research is multiple linear regression analysis model to test the classic assumption, test the coefficient of determination ( $R^2$ ),  $F$  statistical test, and hypothesis test through statistical test  $t$ .*

*The results of the analysis in this study showed that the variable value of sukuk has a negative but significant effect on the sukuk price. Variable rating and risk of sukuk has a positive and significantly affect the sukuk price. Based on this, the sukuk investors need to pay attention to the level of risk and rating sukuk, because the higher rating and the lower risk it has, the return obtained will be more stable.*

**Keywords:** *sukuk value, sukuk rating, the risk of sukuk, sukuk prices.*

## ABSTRAK

Saat ini sukuk telah menjadi topik populer di kalangan investor dan peneliti dari tahun 2009. Penerbitan sukuk ini dapat digunakan perusahaan sebagai salah satu sumber pembiayaan perusahaan. Keputusan perusahaan untuk menerbitkan obligasi biasanya sangat dipengaruhi oleh harga pasar. Permasalahan dalam penelitian ini adalah penelitian mengenai obligasi dan sukuk yang telah dilakukan sebelumnya memiliki kesimpulan penelitian yang berbeda-beda perihal pengaruh variabel-variabel yang diteliti terhadap harga obligasi dan yield yang dapat digunakan untuk mengukur perubahan harga tersebut.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh nilai sukuk, *rating* sukuk, dan risiko sukuk terhadap perusahaan yang menerbitkan sukuk pada periode 2010-2014. Variabel nilai sukuk diproksikan dengan sukuk to equity ratio, variabel *rating* dikonversikan menjadi kategori ordinal dan variabel risiko sukuk diproksikan dengan *value at risk* dengan metode *variance-covariance*. Data sampel yang diperoleh adalah 17 perusahaan. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model analisis regresi linier berganda dengan melakukan uji asumsi klasik, uji koefisien determinasi ( $R^2$ ), uji statistik F, dan uji hipotesis melalui uji statistik t.

Hasil analisis penelitian ini menunjukkan bahwa variabel nilai sukuk mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap harga sukuk, Variabel *rating* dan risiko masing-masing berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga sukuk. Berdasarkan hal tersebut, maka investor sukuk perlu memperhatikan tingkat risiko dan rating sukuk, karena semakin baik rating dan semakin rendah risiko maka return yang didapat akan lebih stabil.

**Kata kunci : nilai sukuk, rating sukuk, risiko sukuk, *harga sukuk*.**

## **KATA PENGANTAR**

Puji syukur kepada kehadiran ALLAH SWT yang senantiasa melimpahkan berkah serta rahmat-Nya serta sholawat serta salam kepada junjungan Nabi Besar Muhammad SAW sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan baik. Skripsi yang berjudul “ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, RATING SUKUK, DAN RISIKO SUKUK TERHADAP HARGA SUKUK (Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2010-2014)” ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat dalam menempuh Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Penulis menyadari bahwa selama penulisan skripsi ini tidak terlepas dari dukungan serta bantuan berbagai pihak. Melalui tulisan ini, penulis menyampaikan ucapan terimakasih kepada beberapa pihak yaitu :

1. Bapak Dr. Suharnomo, SE, M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu dan kesempatan untuk belajar selama kuliah di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E. selaku Ketua Jurusan Manajemen yang selalu memberikan motivasi kepada mahasiswa.
3. Bapak Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E selaku dosen pembimbing yang selalu meluangkan waktu serta perhatian dalam membimbing dengan memberikan saran serta pengarahan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
4. Ibu Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, M.E. selaku dosen wali yang senantiasa membimbing dan memberikan pengarahan selama masa studi.



5. Seluruh bapak dan ibu Dosen pengajar, staf, dan pegawai Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan bekal ilmu yang bermanfaat dan membantu kelancaran studi.
6. Orang Tua Tercinta Judhi Satrio, Ir dan Atiek Marhaeningtyas, Dra yang telah memberikan doa restu, kasih sayang, motivasi, dukungan, dan pengorbanan sehingga studi dan skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
7. Kakak Tercinta Ferdian Ario Sasongko, S.E. dan Adik Tercinta, Airlangga Ario Pamungkas yang telah memberikan dukungan dan semangat sehingga studi dan skripsi ini terselesaikan dengan baik.
8. Opa Saan Handi dan Oma Aya yang senantiasa mendoakan dan memberikan dukungan sehingga studi dan skripsi ini terselesaikan dengan baik.
9. Kakak Kesayangan Annisa Aulia Y., S.Ei. dan Sasha serta adik Rizka Safira yang selalu memberikan semangat serta dukungan dalam suka maupun duka dari awal hingga penulisan skripsi ini terselesaikan, terima kasih kalian sungguh terbaik.
10. Lantika, Kiky dan Anggi yang selalu ada dalam suka dan duka dari awal hingga akhir masa studi serta selalu memacu semangat dan memberi dukungan dan saran yang baik.
11. Sahabat-sahabat Hajjah, Anggi, Lantika, Lenggo, Kiky, Astri, Nana, Neza, Dwindi, Intan, Samantha, dan Shey yang telah mewarnai kehidupan di bangku kuliah dan selalu mendukung serta telah memberikan pengalaman berharga yang tak ternilai selama masa kuliah.
12. Sahabat-sahabat princess dan kepiting, Wisnu Pradipta, Oky, Isnι Rabbika, Fira Wijaya, Nadia Dewanti, Riska Talitha, dan Dhea Laksmi yang selalu memberikan nasihat serta dukungan.
13. Kakak baik Sartika Sari Ayu Tjini dan kak Raras yang selalu memberikan nasihat serta dukungan.

14. Teman-teman anak bimbingan bapak Harjum, Andreana dita, Ima Mediana dan Nadja Purnamasasi yang telah bersama jatuh bangun dalam pelaksanaan bimbingan skripsi, terima kasih atas kebersamaannya.
15. Seluruh mahasiswa manajemen angkatan 2012, terima kasih atas pertemanan dan kebersamaannya dan keluarganya.
16. Petugas IDX Semarang serta Bloomberg Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah membantu penulis dalam mengumpulkan data penelitian.
17. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan dukungan dan doa secara tulus dan ikhlas, sehingga penulisan skripsi ini dapat terselesaikan

Penulis menyadari bahwa Skripsi ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu, segala kritik dan saran yang bersifat membangun akan menyempurnakan penulisan skripsi ini dan memberikan manfaat bagi penulis, pembaca dan peneliti selanjutnya.

Semarang, 15 Maret 2016

Penulis,

Adeliona Retno Hapsari

12010112130308

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL .....</b>	<b>i</b>
<b>HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....</b>	<b>ii</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....</b>	<b>iii</b>
<b>PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....</b>	<b>iv</b>
<b>MOTTO .....</b>	<b>v</b>
<b><i>ABSTRACT</i> .....</b>	<b>vi</b>
<b>ABSTRAK .....</b>	<b>vii</b>
<b>KATA PENGANTAR .....</b>	<b>viii</b>
<b>DAFTAR TABEL.....</b>	<b>xv</b>
<b>DAFTAR GAMBAR .....</b>	<b>xvi</b>
<b>DAFTAR GRAFIK .....</b>	<b>xvii</b>
<b>BAB I    PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1    Latar Belakang .....	1
1.2    Rumusan Masalah .....	9
1.3    Tujuan dan Manfaat Penelitian .....	10
1.3.1 Tujuan Penelitian .....	10
1.3.2 Manfaat Penelitian .....	10
1.4    Sistematika Penelitian .....	11
<b>BAB II    TELAAH PUSTAKA .....</b>	<b>13</b>
2.1    Landasan Teori.....	12
2.1.1 Obligasi Syariah (Sukuk) .....	12
2.1.2 Karakteristik Obligasi Syariah (Sukuk) .....	16
2.1.3 Jenis Obligasi Syariah (Sukuk) .....	22
2.1.4 Prinsip Keuangan Islam .....	27

2.1.5 Risiko .....	28
2.1.6 Penerbitan Sukuk .....	30
2.1.7 Nilai Penerbitan Sukuk .....	35
2.1.8 Rating Sukuk .....	35
2.1.9 Return .....	43
2.1.10 Harga .....	44
2.2 Hubungan Antar Variabel .....	46
2.2.1 Hubungan Nilai sukuk terhadap Harga sukuk .....	46
2.2.2 Hubungan Rating sukuk terhadap Harga sukuk .....	48
2.2.3 Hubungan Risiko sukuk terhadap Harga sukuk .....	49
2.3 Penelitian Terdahulu .....	49
2.4 Kerangka Pemikiran .....	55
2.5 Hipotesis .....	57
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>58</b>
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	58
3.1.1. Variabel Penelitian .....	58
3.2. Definisi Operasional .....	58
3.2.1 Variabel Dependen .....	58
3.2.2 Variabel Independen .....	59
3.3 Jenis dan Metode Pengumpulan Data .....	62
3.4 Populasi dan Sampel Penelitian .....	63
3.5 Teknik Analisis Data .....	64
3.5.1 Model Penelitian .....	65
3.5.2 <i>Value at Risk variance-covariance Method</i> .....	66
3.5.3 Uji Asumsi Klasik .....	66

3.5.2.1 Uji Normalitas.....	67
3.5.2.2 Uji Multikolonieritas.....	68
3.5.2.3 Uji Autokorelasi.....	69
3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas.....	70
3.6 Uji Teknik Pengujian Hipotesis .....	71
3.6.1 Uji Statistik F.....	71
3.6.2 Uji Statistik t.....	72
3.6.3 Uji Koefisien Determinasi (R <sup>2</sup> ).....	73
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>74</b>
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	74
4.1.2 Deskriptif Statistik .....	76
4.2 Analisis Data .....	78
4.2.1 Uji Normalitas.....	78
4.2.2 Uji Asumsi Klasik .....	80
4.2.2.1 Uji Multikoleniaritas .....	80
4.2.2.2 Uji Autolorelasi.....	81
4.2.2.3 Uji Heteroskedastisitas.....	82
4.3. Uji Hipotesis.....	84
4.3.1. Uji Statistik F .....	86
4.3.2. Uji Statistik t .....	87
4.3.3 Uji Koefisien Determinasi.....	88
4.4 Pengujian Hipotesis.....	89
4.4.1 Pengujian Hipotesis 1.....	89
4.4.2 Pengujian Hipotesis 2.....	89
4.4.3 Pengujian Hipotesis 3.....	90
4.5 Pembahasan	

4.5.1 Pembahasan Hipotesis 1.....	90
4.5.2 Pembahasan Hipotesis 2.....	92
4.5.3 Pembahasan Hipotesis 3.....	93
<b>BAB V KESIMPULAN .....</b>	<b>94</b>
5.1 Kesimpulan .....	94
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	95
5.3 Saran.....	95
5.3.1 Saran bagi Investor.....	95
5.3.2 Saran bagi Penelitian Selanjutnya .....	96
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>xvii</b>
<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN .....</b>	<b>xxiii</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Research Gap .....	
Tabel 2.1 Karakteristik Umum Sukuk .....	17
Tabel 2.2 Perbandingan Sukuk dengan Obligasi Konvensional.....	18
Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu .....	51
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel .....	59
Tabel 3.1 Sampel Perusahaan .....	62
Tabel 4.1 Emiten Sukuk dan Nama Seri Sukuk .....	73
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif .....	76
Tabel 4.3 Uji Kolmogorov-Smirnov .....	79
Tabel 4.4 Uji Multikolinearitas .....	80
Tabel 4.5 Uji Durbin Watson .....	81
Tabel 4.6 Pengukuran Uji Durbin Watson.....	81
Tabel 4.7 Uji Glejser.....	83
Tabel 4.8 Hasil Pehitungan Regresi Berganda.....	84
Tabel 4.9 Hasil Uji Signifikansi F.....	75
Tabel 4.10 Hasil Uji t .....	76
Tabel 4.11 Koefisien Determinasi.....	81

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Perbedaan Sukuk, Obligasi dan Saham .....	15
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran .....	55
Gambar 4.1 Uji Normalitas dengan P-P Plot.....	78
Gambar 4.2 Uji Heterokedastisitas dengan menggunakan <i>Scatterplot</i> .....	82



## **DAFTAR GRAFIK**

Grafik 1.1	Perkembangan Sukuk Global.....	5
Grafik 4.1	Perkembangan Nilai sukuk dan Harga Sukuk .....	90

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang**

Pada masa sekarang ini pasar modal merupakan salah satu sarana yang banyak digunakan oleh para investor untuk berinvestasi. Telah diketahui bahwa pasar modal merupakan faktor penting dalam perekonomian dunia saat ini. Pergerakan perdagangan pada pasar modal juga memiliki kontribusi yang signifikan terhadap perekonomian nasional maupun dunia. Pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrument keuangan atau surat berharga jangka panjang yang diperjual belikan.

Investasi hakikatnya adalah sebuah komitmen untuk menanamkan sejumlah dana pada saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang melalui sebuah perjanjian, baik tertulis secara resmi maupun tidak. Pada perjanjian investasi, pihak investor biasanya memiliki pengetahuan yang lebih terbatas dibandingkan dengan pihak manajemen perusahaan dan hal ini disebut dengan *asymmetric theory* atau ketidakseimbangan porsi informasi. Dan karena adanya kondisi tersebut, untuk pengambilan keputusan investor biasanya menggunakan sinyal yang diberikan perusahaan, salah satunya adalah pengumuman penerbitan obligasi dan saham. Penerbitan ini dianggap sebagai *good news* oleh investor dengan harapan bahwa perusahaan tersebut akan memberikan keuntungan di masa yang akan datang. Sehingga, penerbitan sekuritas ini dapat digunakan perusahaan sebagai salah satu sumber pembiayaan perusahaan.

Dalam hal penggunaan sumber pembiayaan dari luar, pinjaman atau lebih sering disebut dengan *debt* lebih diutamakan perusahaan daripada pendanaan dengan tambahan modal dari pemegang saham baru (*external equity*). Perusahaan memiliki kewenangan untuk menentukan kapan penerbitan saham dan obligasi tersebut dilakukan setelah izin prinsip dari otoritas berwenang telah diperoleh perusahaan. Keputusan perusahaan untuk menerbitkan obligasi biasanya sangat dipengaruhi oleh harga pasar. Obligasi dapat diperjualbelikan dengan harga yang lebih tinggi dari nilai nominalnya (*at premium*) apabila kondisi pasar sedang ramai atau cenderung tinggi (*bullish*), atau sebaliknya lebih rendah dari nilai nominalnya (*at discount*) jika kondisi pasar sedang lesu (*bearish*).

Fenomena yang terjadi di pasar modal dunia dalam 10 tahun terakhir ini adalah konsep keuangan berbasis syariah (*Islamic Finance*) yang dewasa ini telah mengalami perkembangan secara pesat. Hal ini dibuktikan dengan diterimanya konsep syariah tersebut secara universal dan digunakan tidak hanya pada negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja, tetapi juga oleh banyak negara di kawasan Asia, Eropa bahkan di Amerika. Diterimanya konsep ini juga di tandai dengan munculnya berbagai lembaga keuangan syariah yang didirikan dan diterbitkannya berbagai instrument keuangan berbasis syariah. Beberapa prinsip utama dalam transaksi keuangan yang sesuai dengan konsep syariah yaitu penekanan yang lebih untuk perjanjian yang adil, sistem bagi hasil yang lebih direkomendasikan, serta larangan terhadap riba *gharar* dan *maysir*.

*Center for International Finance & Development* (dikutip oleh Fatah, 2011) aset yang telah beredar sesuai dengan konsep syariah saat ini diperkirakan

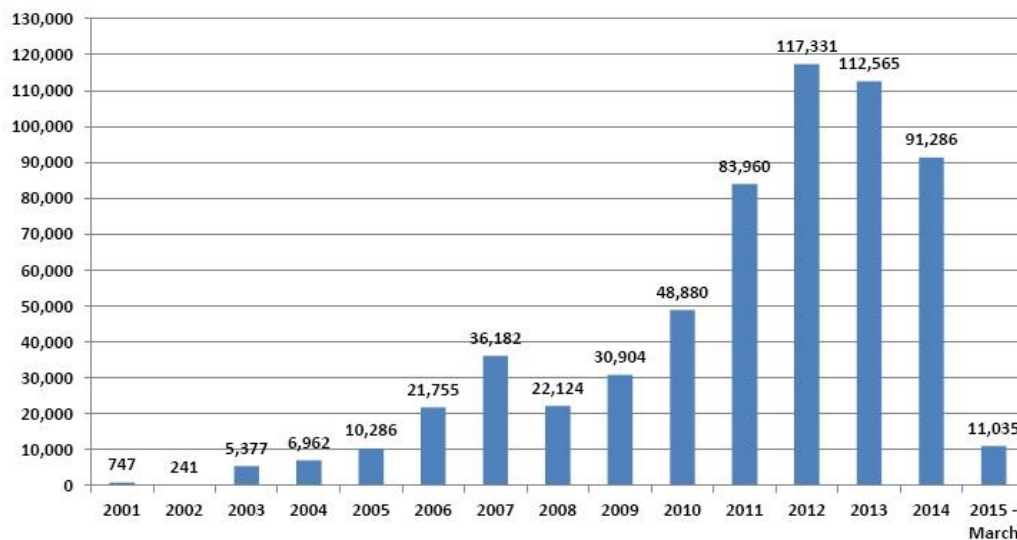
menyentuh angka lebih dari 1,3 Triliun dolar AS sebagaimana dilansir oleh lembaga pemeringkat “*Standard and Poor’s Rating Services*”. Bahkan di tahun-tahun mendatang diperkirakan akan tumbuh mencapai 2 triliun dolar AS. Hal ini menunjukkan bahwa *market share* dari lembaga keuangan syariah saat ini mencapai 3% sampai 4%, dan akan tumbuh lebih besar lagi di masa mendatang. Salah satu bentuk investasi yang sesuai dengan syariah Islam adalah efek syariah. Efek syariah tersebut mencakup saham syariah, obligasi syariah, reksadana syariah, kontrak investasi kolektif efek beragun asset syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip Syariah. Dari konsep ekonomi syariah tersebut, yang berkembang saat ini salah satunya adalah sukuk. Sukuk dipandang sebagai alternatif yang lebih baik dari pada berutang karena antara lain mengandung unsur kerja sama dengan risiko yang lebih kecil dari saham lainnya namun tetap dengan keuntungan yang rendah meskipun tidak terlalu tinggi. Kondisi tersebut kemudian membuat efek keuangan syariah banyak diminati oleh para investor sehingga perusahaan-perusahaan konvensional seakan berlomba-lomba menerbitkan sekuritas dengan ketentuan syariah yaitu sukuk. Pasar modal dalam lingkungan syariah ini dinilai dapat memberikan keunggulan kompetitif bagi *issuer* sukuk lebih baik dibandingkan dengan *issuer* obligasi konvensional.

Sehubungan dengan perkembangan ekonomi dunia, kini pasar modal Indonesia mulai melakukan pengembangan terhadap prinsip-prinsip syariah Islam sebagai alternatif dalam kegiatan yang ada di pasar modal Indonesia. Bangkitnya prinsip ekonomi Islam di Indonesia saat ini menjadi fenomena yang menarik pada pasar modal. Dilihat dari perspektif syariah, pasar modal adalah sarana untuk

melaksanakan kegiatan muamalah. Transaksi yang terjadi pada pasar modal tidak dilarang oleh hukum syariah selama tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan prinsip syariah itu tersebut. Berbagai macam bentuk investasi pada pasar modal syariah telah berkembang sangat pesat berupa sekuritas syariah seperti obligasi syariah (sukuk), reksadana syariah, saham syariah, dan lain-lain. Salah satu bentuk sekuritas syariah yang telah mendapat pengakuan dari Dewan Syariah nasional atau yang disingkat dengan DSN adalah sukuk. Sukuk adalah salah satu bentuk investasi syariah yang merupakan surat hutang dalam bentuk bukti kepemilikan aset suatu proyek tertentu yang telah memenuhi syarat atau kriteria syariah yaitu terbebas dari unsur riba, melibatkan perjudian, melibatkan pabrikasi dan/atau penjualan produk-produk haram, serta menghindari praktik spekulasi.

Pasar sukuk muncul pertama kali di bursa saham Malaysia dan terus berkembang pesat di Asia, Timur Tengah, dan Eropa. Di pasar modal Indonesia, pasca dikeluarkannya Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), maka obligasi syariah semakin dikenal. Pasar keuangan Sukuk sedang berkembang pesat, hal ini ditunjukkan dari penerbitan sukuk global yang telah meningkat mencapai 89.41 persen dari tahun 2001 hingga tahun 2012. Sedangkan terhitung sampai dengan bulan Januari 2013 penyebaran sukuk global telah mencapai angka 472,682 juta dolar (IIFM Sukuk Report, 2013).

**Grafik 1.1**  
**Perkembangan Sukuk Global**



Sumber : IIFM Sukuk Report

Di dalam negeri, pasar keuangan syariah yang terdiri dari sukuk juga berkembang pesat, keadaan tersebut didukung oleh pemerintah dengan dikeluarkannya fatwa dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) No32/DSNNUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dan No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi *mudharabah*. Penerbitan Sukuk korporasi pada pasar modal Indonesia dimulai tahun 2002 melalui penerbitan Obligasi Syariah Mudharabah Indosat Tahun 2002 dengan nilai penerbitan Rp 175 miliar. Perusahaan konvensional non bank yang telah menerbitkan obligasi syariah ini antara lain PT.Indosat (sejak 2002), PT. Matahari Putra Prima (sejak 2004), PT. Indofood (sejak 2004) dan PT. PLN dan jumlah penerbitan sukuk pada bulan Desember 2013 adalah 64 penerbitan dengan jumlah nilai total emisi mencapai 12 Triliun Rupiah.

Suatu hal yang patut diperhatikan oleh para investor sebelum memilih keputusan untuk memilih investasi dalam obligasi konvensional maupun sukuk adalah *rating* dari obligasi atau sukuk tersebut. *Rating* menjadi suatu bagian yang penting karena dari peringkat tersebut investor dapat melihat risiko dan *return* dari jenis investasi yang telah disertakan. *Rating* juga dapat dijadikan sebagai suatu hal yang sangat informatif yang dapat memberikan adanya kemungkinan gagal bayar atau *default* hutang perusahaan. *Rating* sukuk menurut Purwaningsih (2013) dapat diukur dengan menggunakan rasio baik dari rasio akuntansi maupun non akuntansi. Rasio akuntansi yang dipakai untuk mengukur *rating* sukuk adalah likuiditas, *leverage*, profitabilitas, produktivitas, *size* dan solvabilitas. Sedangkan rasio non akuntansi yang digunakan dalam memprediksi *rating* sukuk adalah *secure*, *maturity*, reputasi auditor, dan *sinking fund*.

Informasi mengenai pengumuman penerbitan obligasi syariah akan direspon oleh investor. Jika investor benar-benar memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan investasinya, maka pengumuman tersebut akan berdampak pada perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*). Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mujahid (2010) yang meneliti analisis pengaruh penerbitan obligasi syariah yang diwakilkan oleh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap *cumulative abnormal return* saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2009. Hasilnya bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk), baik secara simultan maupun parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return* saham.

Para investor muslim menganggap bahwa sukuk adalah suatu pilihan investasi yang aman karena mengharamkan adanya riba namun memiliki tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan pilihan investasi lainnya. Sukuk tidak memberikan riba atau bunga tetapi penerbit atau emiten harus memberikan imbalan kepada investor pemegang sukuk berupa bagi hasil atas margin pendapatan dan biaya sewa. Mujahid dan Fitrianti (2010) melakukan penelitian atas nilai sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan tidak berpengaruh terhadap *yield* sukuk, hal ini tentu saja meragukan niat para emiten untuk mengeluarkan surat hutang berupa sukuk dengan nilai penerbitan yang besar dengan tujuan menambah return yang akan mereka dapatkan. Begitu pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Almara dan Muharam (2015) yang menyebutkan bahwa nilai sukuk tidak berpengaruh pada *yield*, tetapi risiko berpengaruh pada *yield* sukuk. Kempf dan Homburg (2000) menyatakan harga obligasi tidak hanya bergantung pada suku bunga, tetapi juga pada likuiditas. Krisnilasari (2007) yang dalam penelitiannya menyatakan hal yang serupa yakni likuiditas, kupon dan jangka waktu berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi.



**Tabel 1.1**  
***Research Gap***

No	Variabel	Research Gap
1	Nilai	Berpengaruh negatif signifikan (Mujahid dan Fitrianti, 2010)
		Berpengaruh negatif tidak signifikan (Almara, 2015)
		Berpengaruh positif signifikan (Septianingtyas, 2012)
2	Rating	Berpengaruh positif tidak signifikan (Karyani dan Manurung, 2008)
		Berpengaruh positif signifikan (Septianingtyas, 2012)
		Berpengaruh negatif tidak signifikan (Sumardi, 2007)
		Berpengaruh negatif signifikan (Almara, 2015)
3	Risiko	Berpengaruh negatif signifikan (Almara, 2015)
		Berpengaruh positif signifikan (Hartono, 2009)

Pada dasarnya, setiap sukuk yang diterbitkan harus memperhatikan tentang nilai dari sukuk tersebut dengan menggunakan proksi sukuk to equity ratio dilihat dari leverage ratio (sukuk) yang dihitung dengan cara perbandingan antara nilai nominal penerbitan dengan total ekuitas perusahaan. Kemudian sukuk yang beredar juga harus memiliki peringkat yang berupa huruf dengan interval dari AAA sampai dengan BBB. Pemeringkatan sukuk tersebut sangat diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten memenuhi kewajibannya kepada investor pada saat jatuh tempo. Dan dalam pengambilan keputusan, investor yang berminat dengan sukuk juga mempertimbangkan tingkat risiko yang dimiliki sukuk itu sendiri dimana nantinya apakah akan berdampak pada kenaikan atau

penurunan nilai aset yang mempengaruhi tingkat kenaikan harga sukuk tersebut. Nilai sukuk dan rating penerbitan sukuk pada kebanyakan penelitian sebelumnya disebutkan hanya menjadi sebagian kecil dari variabel makro yang mempengaruhi perkembangan *return* sukuk dimana *return* tersebut dapat menjadi indikator pergerakan harga sukuk, namun hanya sedikit yang menyatakan bahwa risiko juga patut diperhitungkan dalam menentukan *return* sukuk yang akan didapatkan. Telah banyak penelitian yang dilakukan untuk meneliti sukuk berdasarkan *return*nya, namun sejauh ini masih sangat jarang ditemukan penelitian terhadap harga sukuk itu sendiri. Hal inilah yang menjadi ide dari penelitian ini yaitu melihat hubungan antara nilai, peringkat, dan risiko sukuk terhadap harga sukuk pada pasar sekunder.

Berdasarkan latar belakang diatas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian berjudul **ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, RATING SUKUK, DAN RISIKO SUKUK TERHADAP HARGA SUKUK (Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2010-2014).**

## **1.2 Rumusan Masalah**

Instrumen pasar keuangan yang sedang berkembang pesat saat ini adalah obligasi dengan sistem syariah atau disebut juga sukuk. Jumlah penerbitan sukuk secara global meningkat kurang lebih 90% dari tahun 2002 hingga 2012. Berdasarkan data dari IIFM sukuk tahun 2013 bahwa peredaran sukuk global mencapai 472, 682 juta dollar. Dari perkembangan yang cukup pesat tersebut

belum ada penelitian secara komprehensif mengenai pergerakan harga sukuk dan keterkaitannya terhadap nilai penerbitannya, risiko pembeliannya serta peringkat atas sukuk tersebut. Penelitian yang dilakukan Septianingtyas (2012) menghasilkan bahwa variabel nilai dan *rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil tersebut bertentangan dengan penelitian dari Almara (2015) bahwa nilai dan rating tidak berpengaruh pada *last yield* sukuk melainkan risiko sukuk yang berpengaruh pada *last yield* sukuk tersebut. Begitu pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhasanah (2011) yang menyebutkan bahwa semakin tinggi tingkat kupon maka semakin tinggi *return* yang akan didapat sedangkan semakin tinggi *return* berarti semakin rendah harga yang harus ditawarkan sukuk tersebut. Berdasarkan latar belakang tersebut penulis tertarik untuk mengetahui dan memfokuskan penelitian ini dalam menganalisa pengaruh nilai sukuk, *rating* sukuk dan risiko sukuk terhadap harga sukuk. Sehingga terdapat beberapa permasalahan utama antara lain:

1. Apakah nilai sukuk berpengaruh terhadap harga sukuk?
2. Apakah *rating* sukuk berpengaruh terhadap harga sukuk?
3. Apakah risiko sukuk berpengaruh terhadap harga sukuk?

### **1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian**

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

- a. Untuk menganalisis pengaruh nilai sukuk terhadap harga sukuk
- b. Untuk menganalisis pengaruh *rating* sukuk terhadap harga sukuk
- c. Untuk menganalisis pengaruh risiko sukuk terhadap harga sukuk

### **1.3.2. Manfaat Penelitian**

- a. Penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi, informasi, dan wawasan teori tentang obligasi syariah. Referensi ini nantinya dapat digunakan sebagai bahan rujukan dalam penelitian selanjutnya.
- b. Bagi para akademisi dan pelaku dunia bisnis, khususnya bagi investor maupun kreditur dapat memberikan bukti empiris dan memberikan informasi sebagai pertimbangan sebelum pengambilan keputusan investasi.
- c. Bagi pihak manajemen perusahaan setelah melihat dari hasil penelitian dapat digunakan untuk menyusun rencana investasi dan pendanaan perusahaan secara optimal.

### **1.4 Sistematika Penulisan**

Untuk memberikan gambaran yang cukup jelas tentang penelitian ini maka disusunlah suatu sistematika penulisan yang berisi mengenai informasi materi serta hal-hal lain yang berhubungan dengan penelitian ini. Adapun sistematika penelitian tersebut adalah sebagai berikut.

#### **Bab I : PENDAHULUAN**

Bab pertama merupakan bab pendahuluan yang mengemukakan latar belakang masalah penelitian, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

## Bab II : TINJAUAN PUSTAKA

Bab kedua membahas mengenai landasan teori yang mendasari penelitian, tinjauan umum mengenai variabel dalam penelitian, pengembangan kerangka pemikiran teoritis, serta hipotesis penelitian.

## Bab III : METODE PENELITIAN

Bab ketiga berisi penjelasan mengenai variabel yang digunakan dalam penelitian dengan definisi operasionalnya, populasi dan sampel yang digunakan, apakah jenis dan sumber data yang digunakan, kemudian metode pengumpulan data dan metode analisis data seperti apa yang dilakukan.

## Bab IV : HASIL DAN ANALISIS

Bab keempat berisi penjelasan setelah diadakan penelitian. Hal tersebut mencakup deskripsi objek penelitian, analisis data, dan interpretasi hasil.

## Bab V : PENUTUP

Berisi penjelasan mengenai kesimpulan dari hasil yang diperoleh setelah dilakukan penelitian. Selain itu, disajikan keterbatasan serta saran yang dapat menjadi pertimbangan bagi penelitian selanjutnya.